

□ ‘5%룰’ 강화만으로 충분한가?

1. 최근 외국인의 국내 증시 진출 현황과 문제점

○ (외국인 국내증시 진출 현황) 외환위기를 전후한 외국자본에 대한 규제 완화로 외국인의 국내 기업 주식에 대한 지분이 크게 증가하고 있음

- 외환위기를 전후로 기업의 유동성 위기 완화 및 부실기업의 시장 퇴출을 용이하기 위해 증시 개방을 확대하고 적대적 M&A 제한을 완화함

- 1997년 4월 대량소유제한제도(10%룰) 폐지로 기업 외부인에 의한 상장주식을 대량 보유 제한을 해제하고, 1998년 2월 강제 공개매수제도의 폐지로 주식 대량 보유자의 불필요한 주식의 추가 매입 부담을 완화함
- 적대적 M&A 요건 완화에 따른 경영권 방어 부담 문제는, 5% 이상의 주식을 소유하는 경우 1% 이상 변동사항을 5일 이내에 신고해야 하는 소위 5%룰(주식 대량 보유 공시 의무)로 보완함

- 이에 따라 외환위기 이후 외국자본의 국내 주식 취득은 급증세에 있음

- 2005년 4월 25일 현재 외국인의 유가증권 상장주식 보유 잔고가 182.5조원에 이르면서 전체 시가총액의 41.8%를 차지하고 있음. 이는 아시아국가중 1위이며, OECD 국가로는 멕시코 다음의 2위에 해당하는 것임
- 코스닥 상장 주식의 경우도 보유 잔고가 2005년 4월 25일 현재 5조 3,910 억원으로 전체 시가총액대비 14.0%를 차지하고 있음

○ (문제점) 국내 기업 수익을 외국인이 독차지하고 있는 가운데, 국내 기업에 대한 투기성 외국자본의 적대적 M&A 가능성은 계속 높아지고 있음

- (집중화 현상) 수익성 높은 국내 우량기업에 외국인의 국내 주식 소유가 집중되는 경향이 뚜렷해지고 있음

- 2004년 말 현재 외국인 지분율이 50%를 넘는 기업의 수는 21개, 30%를 넘는 기업의 수는 56개, 10%를 넘는 기업의 수는 92개로 매년 증가 추세를 보이고 있는 반면, 외국인 지분율이 상대적으로 낮은(10% 미만) 기업은 외국인 지분율이 감소 또는 정체 추세를 보이고 있음

- 2004년 말 현재 외국인 지분을 50% 이상인 21개 기업의 순이익은 조사대상 508개사 전체 순이익 54조 6,875억원의 41.5%를 차지하고 있음. 외국인 지분율이 높은 은행을 포함할 경우, 국내에서 창출된 수익 대부분은 외국인에게 귀속되는 것으로 판단됨

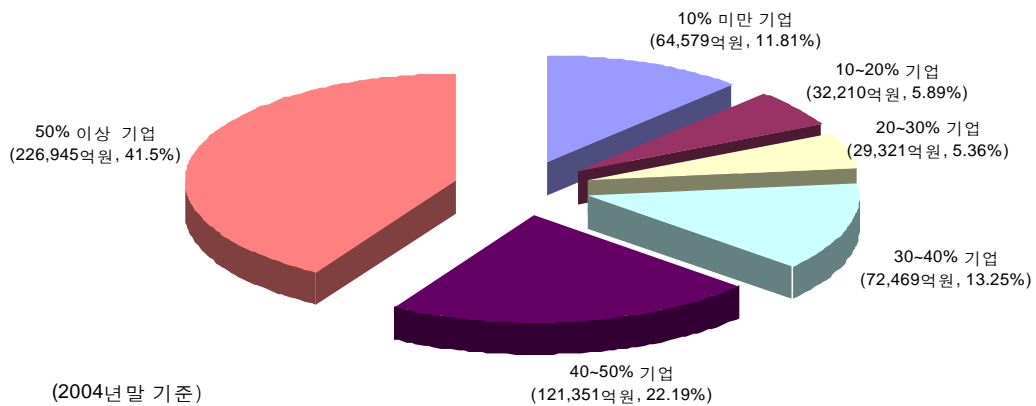
< 외국인 지분율 분포 >

	2002년말		2003년말		2004년말	
	회사수	비율(%)	회사수	비율(%)	회사수	비율(%)
50%이상	3	0.64	6	1.28	21	4.13
30~50%미만	27	5.78	43	9.21	56	11.02
10~30%미만	69	14.78	80	17.13	92	18.11
10%미만	368	78.80	338	72.38	339	66.73
합 계	467	100.0	467	100.00	508	100.00

자료 : 증권선물거래소

주 : 사업보고서를 제출한 12월 결산법인중 금융업과 관리종목 등을 제외

< 외국인 지분율과 순이익 >



자료 : 증권선물거래소

주 : ( )은 순수익과 비중임

- (적대적 M&A 우려 증가) 외국계 펀드에 의한 적대적 M&A 우려가 높아지고 있을 뿐 아니라 2005년 도입된 증권집단소송 제도가 활성화될 경우 외국인에 의한 적대적 M&A 시도는 더욱 증가할 것으로 예상됨
  - 외국인 투자펀드 (소버린자산운용, 헤르메스, 칼라일, 뉴브리지, 론스타등)의 국내 기업에 대한 불투명하고 적대적인 M&A 시도나 주가 조작이 빈번해짐에 따라 국내 기업 및 투자자의 증시에 대한 불신이 높아지고 있음

- 2007년 법률시장이 개방되면 집단소송 경험이 풍부한 해외 로펌과 손잡은 투기성 해외자본이 국내 소액주주를 부추겨 집단소송을 제기하는 적대적 M&A 시도가 증가할 것으로 전망됨

## 2. '5%룰' 강화와 글로벌 스탠다드 논쟁

- 외국 자본 국내 진출에 따른 부작용을 완화하기 위해 최근 '5%룰' 보고의 무 강화 등 투기성 외국자본에 대한 규제가 강화되는 추세임
  - ('5%룰' 강화) 외국계 펀드들은 위반 시 벌칙이 경미함을 악용 '5%룰'을 상습적으로 위반해 오자, 지난 3월 29일 증권거래법 개정으로 경영참가 목적인 경우의 '5%룰' 보고 의무가 강화됨
    - 경영참가 목적인 경우 경영참가 목적, 취득자금의 조성내용, 대량보유자에 관한 사항 등을 구체적으로 자세히 보고하여야 하는 등 기존 '5%룰'을 강화함<sup>1)</sup>
    - \* 여기서 경영참가 행위는 이사의 선임 및 해임, 회사기관과 관련된 정관변경, 합병, 영업양수도, 해산 등을 위해 당해 회사 및 임원에 대하여 사실상 영향력을 행사하는 것을 지칭함
  - (냉각기간 제도 도입) 경영 참가 목적으로 보고하는 경우에는 보고일로부터 5일 동안 주식의 추가취득 및 의결권 행사가 금지되고 있음
    - 냉각기간제도는 적대적 M&A 등이 시행되는 경우 기존 경영진과 주주들이 이에 대응할 수 있는 시간을 부여하기 위해 일정 기간 동안의 주식의 추가 취득과 의결권행사를 금지하는 제도임
- (기대 효과) '5% 룰' 강화로 불공정한 적대적 M&A로 인한 부작용이 억제 될 것이라고 기대되고 있음
  - 이번 '5%룰' 강화는 미국에서 시행되고 있는 5% 보고제도의 장점을 도입한 것으로 기업경영권 시장의 공정성과 투명성을 제고하여 증권시장의 안

1) 그러나 단순투자목적의 경우에는 보유목적, 취득자금의 조성 내역, 보유형태 등에 관한 사항이 보고내용에서 제외됨

정과 선진화에 기여하고, 아울러 투기적인 외국계펀드 등의 불공정 거래를 방지함으로써 기존 지배주주의 경영권 보호를 강화할 것으로 기대됨

- '5%룰'은 미국, 일본 등에서 이미 시행 중이고 홍콩, 중국 등도 도입하였으며, 영국의 경우 '3%룰'을 적용하고 있음

○ 최근 '5%룰'을 포함한 외국자본에 대한 최근의 규제 움직임에 대해 외국인론 등은 글로벌 스탠다드에 벗어나고, '경제 국수주의'에서 나온 발상이라고 비난하고 있음

- 5%룰 강화 이외에도 외국인투자촉진법, 은행법 개정 국세청 세무조사 등 외국자본에 대한 규제를 강화하자 외국인투자자들은 외국자본에 대한 역차별로서 글로벌 스탠다드에 벗어난 규제라면서 강하게 비난하고 있음

- 외국자본에 대한 '내국민대우원칙'에 어긋난다는 점을 들면서 국내자본과 동일하게 적용해야 한다고 주장
- 한편 이러한 규제 강화로 외국자본 이탈을 본격화될 경우 그동안 외국자본의 힘으로 어느 정도 궤도에 올라선 한국 경제의 재 추락 우려감도 대두

< 최근의 외국자본 규제 현황 >

	내 용	비 고
5%룰 강화	○ 일정지분 취득시 상세 보고	3월29일시행
외국인투자촉진법 개정	○ 국가기간산업의 경우 지배주주가 되려는 외국인은 산업자원부 장관 허가 요구 ○ 경영참가 목적이 없던 외국인투자자가 경영지배권을 행사해 경제에 악영향을 미칠 경우 경영권 제한	국회 계류
은행법 개정안	○ 국내 은행의 외국인 이사는 국내거주 ○ 금융회사 이사의 과반수는 한국 국적 보유	국회 계류
국세청 세무조사	○ 외국자본의 투자수익에 대한 탈루·탈세 혐의 조사	진행 중

### 3. 국가경제의 폐해와 외국의 규제조치

- 투기 자본에 의한 적대적 M&A는 자본이득과 같은 재무적 목적으로 시도 되고 있기 때문에 국가경제에 미치는 부작용이 심각함
  - (국부 유출) 외국자본의 유입은 유입 당시에는 국내 금융시스템을 안정시키는 효과가 있지만 추후 국부유출 문제가 야기됨
    - 적대적 M&A가 기업의 비효율성을 감시하면서 국내기업의 효율성을 높이기보다는, 저평가되어 있는 기업 인수를 통한 자본이득을 목적으로 시도
    - 고배당과 유상감자 등을 통한 자본회수, 조세회피 등을 통한 국부유출
  - (성장 동력 약화) 경영권 방어 과정에서 기업 본연의 업무에 소홀해지고, 미래를 내다 본 경영정책을 펼치기 어려움
    - 기업이 경영권 분쟁에 휘말릴 경우 기업 본연의 업무를 소홀히 할 수밖에 없으며, 무리한 경영권 방어 과정에서 재무적으로 막대한 손실을 입음
    - 적대적 M&A된 기업은 기술개발 등 먼 미래를 내다 본 기업가치 창출보다는 당장의 수익 실현을 위해 노력할 것임
  - (기업 주권 상실) 국내 기업이 자국의 이익을 위해 경영정책을 펼치기 보다는 외국 상황에 오히려 좌우될 가능성이 높음
    - 국내 경기 상황에 따라 움직이기 보다는 외국계 기업의 본사가 위치한 해외 경기 상황을 중심으로 경영 및 인사 정책을 펼칠 가능성이 높음
    - 국내 고유의 경제 불안 현상이 발생하거나, 공공성 및 공익성이 요구되는 사안에 있어서도 정부정책에 비협조적일 가능성이 존재
    - 특히 외국투자펀드와 외국기업의 연계를 통한 금융기관이 보유하고 있는 국내 기업 정보의 유출 가능성도 높음
- 이에 따라 세계 주요국은 '5%룰' 뿐만 아니라 외국 투기성 자본에 의한 적대적 M&A 규제 조치를 마련하고, 기업들도 적대적 M&A를 방어하는 수단들을 적극적으로 개발
  - (미국) 1980년대 전반에 걸쳐 적대적 M&A의 폐해가 사회적 관심사로 부상하면서 적대적 M&A를 제한하는 법안들이 마련됨

- 대통령에게 국가안보 차원에서 외국인 투자를 조사하고, 철회할 수 있는 권한을 부여 (1988년의 Exon-Florio Act)
  - 기업인수규제법(인디애나 주 등), 지배권인수규제법, 자산동결법, 의결권 제한법 등 우리나라에 없는 법들이 마련되어 있으며, 증권거래소법 및 증권법에서도 적대적 M&A에 대해 더욱 엄격하게 적용되고 있음
- (유럽) 미국 자본의 적대적 M&A에 대해 자국산업을 보호하기 위해 다양한 규제 및 방어 장치가 개발됨
- 이사진 국적 제한(스웨덴, 스위스), 자산규모 일정 이상의 대기업에 대한 외국인 기업인수 규제(핀란드), 복수이사회 구성(독일, 네델란드), 외국인 투자자의 참여를 배제하는 지분소유협정(덴마크), 엄격한 기업인수·허가·신고·심의 (프랑스, 이태리, 독일, 네델란드, 벨기에) 등의 다양한 제도적 규제 장치
  - 창업자가족 및 국적은행 지분 보유(독일), 의결권 상한제도 (독일), 황금주 (영국), 차등의결권제도(스웨덴), 특정주식(네델란드) 등의 기업 방어 장치
- (일본) 최근 일본에서도 외국자본의 적대적 M&A 사례가 늘어가자 이를 방지하기 위한 입법 마련에 분주함
- 기업결합이나 이사의 해임 등 중요 사항에 대해 주주총회의 결의 요건을 정관으로 강화하고, 황금주 및 차등의결권 주식발행을 허용하며, 일정비율 이상의 주식 취득자에 대한 의결권을 제한하는 독소조항 등 입법을 추진

#### 4. 보완 과제

- 앞으로 외국자본의 적대적 M&A 시도가 더욱 빈번해 질 것으로 예상되는 가운데 '5%룰' 강화와 더불어 정부 및 기업의 적절한 대응이 매우 중요해 지고 있음
- (정부의 대응) 단계적으로 시장원리에 의한 공정한 게임룰이 작용하도록 해야 할 것이며, 특정 산업 및 기업의 경영 참여 목적의 적대적 M&A를 방어할 수 있는 제도적 장치를 마련

- 적대적 M&A는 한국경제의 글로벌체제 편입에 따른 불가피한 변화임을 인식하면서 국제적 게임룰이 아닌 다른 방법으로 외국자본의 적대적 M&A를 막으려 한다면 외국자본이 대거 이탈할 가능성
  - ‘5%룰’을 미국과 같은 수준으로 더욱 강화하고(상세보고서 작성 등), 국가 안보나 기간산업 등에 대해서는 외국 투기자본이 경영권 목적의 적대적 M&A를 행사를 못하게 제도적인 장치를 마련(상법 개정 등)하여 실질적 통제전략을 잘 활용할 필요
  - 외국자본과 합법적으로 대응할 수 있게 출자총액제한제도, 산업자본의 은행권 소유제한 등과 같은 역차별을 단계별로 해소하여 국내 산업자본이 공정하게 외국자본과 경쟁하도록 해야 할 것임
  - 외국자본에 대항할 수 있는 순수 국내자본이나 해외 교민 자금으로 구성된 대형 사모펀드(한민족펀드 등)의 역할이 중요하며, 시장과 투자자를 조직화 하는 능력을 지닌 투자은행 기능을 활성화시킬 필요
- (기업의 대응) 적대적 M&A에 대항할 수 있는 사전 정보체제 구축이 시급하며 중장기적으로 수익위주, 현금흐름 중시하는 경영으로 기업가치를 제고시킴으로써 원천적으로 적대적 M&A의 가능성을 봉쇄할 필요
- 내부 지분율이 낮은 대기업 집단의 핵심기업 및 우량계열사, 핵심기술 보유 기업 및 에너지, 안보 등 국가경제에 중요한 기업, 기업 내재가치 보다 저평가되어 있는 기업, 지분확보와 기업내부 정보에의 접근이 용이한 은행 등 금융기관 등이 주요 표적기업
  - 주식매집, 위임장경쟁, 공개매수, 그린메일 등 경영권 분쟁에 휘말릴 경우 재무적으로 막대한 손실을 입을 수가 있기 때문에 사전 정보체제를 정비하고, 관련법이 허용하는 범위 내에서 정관을 변경
  - IR활동 강화로 우호세력 확보 등 방어력 제고
  - 급변하는 글로벌 환경에서 생존하려면 핵심 기업에 대한 역량을 집중하고, 핵심 기업의 소유 지분율을 충분히 사전에 제고시켜야 할 것임

박덕배 연구위원 (3669-4009)